

行业研究/深度研究

2019年03月03日

行业评级:

银行 增持(维持)  
银行 II 增持(维持)

**沈娟** 执业证书编号: S0570514040002  
研究员 0755-23952763  
shenjuan@htsc.com

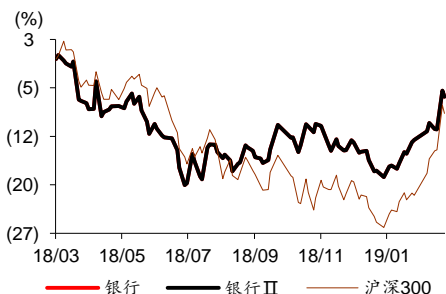
**郭其伟** 执业证书编号: S0570517110002  
研究员 0755-23952805  
guoqiwei@htsc.com

**蒋昭鹏** 0755-82492038  
联系人 jiangzhaopeng@htsc.com

相关研究

- 1《银行: 不良剪刀差消化, 理财转型成效佳》2019.03
- 2《中信银行(601998, 增持): 大股东积极认购转债, 提振市场信心》2019.02
- 3《银行: 利润增速下滑, 但基本面稳健》2019.02

一年内行业走势图



资料来源: Wind

# 稳健经营持续, 把握估值修复机会

## 上市银行 2018 年业绩快报综述

### 利润增速下调不影响基本面稳健, 配置价值突出

截至 2019 年 2 月 27 日, 共 21 家上市银行发布 2018 年业绩快报, 为使数据与历史可比, 我们重点研究 2018 年以前上市的 16 家银行。16 家银行 2018 年归母净利润增速为 7.73%, 增速较 1-9 月-1.56pct。四季度营收增速及利息差基本走平, 信贷成本提升驱动了归母净利润增速下降。不良贷款率继续下降, 多计提拨备是银行在风险偏好谨慎情况下的主动行为, 这增强了银行的风险抵补能力。当前时点, 改革大幕开启、基本面稳健向好、外资加速入场提速有望继续驱动估值修复, 板块配置价值突出。看好零售型银行及弹性标的, 推荐平安银行、常熟银行、招商银行、建设银行。

### 规模增速微升, 我们测算息差基本稳定

16 家上市银行 2018 年营收增速为 10.35%, 增速较 1-9 月+0.58pct。总资产增速为 5.57%, 增速较 9 月末+0.24pct。根据央行信贷收支表数据, 银行信贷偏好也有所修复。部分银行资产增速降幅较大主要源于资本约束。我们测算 16 家上市银行 2018 年累计净息差 1.80%, 较 1-9 月持平; 2018 年 Q4 单季净息差 1.85%, 较 Q3-3bp。2019 年一季度商业银行息差有望继续走平。一方面, 在支持小微、民企的政策导向下, 贷款收益率见顶回落; 另一方面, 2019 年 1 月以来同业成本继续下行对息差有正向贡献。

### 资产质量稳中向好, 杠杆缩窄导致 ROE 下滑

16 家上市银行 2018 年末不良贷款率平均值为 1.61%, 较 9 月末下降 3bp, 不良贷款率变化与行业趋势保持一致。四季度商业银行资产质量的主要有三方面变化。一是不良贷款剪刀差消化。部分银行将逾期 90+ 贷款全部计入不良贷款, 存量资产质量包袱减轻。二是不良贷款处置力度加大, 有利于腾挪信贷额度。三是增厚拨备, 可强化银行的风险抵御能力。16 家上市银行 2018 年 ROE 同比下降, ROA 则微升, ROE 下降主要受杠杆倍数缩窄驱动。一方面, 上市银行资产增速较 2017 年降低; 另一方面, 2017-2018 年银行 IPO、定增、发行可转债融资活跃, 股本增加降低了杠杆倍数。

### “改革+基本面+外资”三大看点, 推荐零售型银行及高弹性标的

2019 年银行业有望迎来量升价稳的环境。由于部分银行实行“早放贷、早受益”的策略, 在 Q1 尽早发放贷款以锁定优质项目, 我们预计 2019 年 Q1 上市银行归母净利润增速较 2018 年微升。当前时点, 板块的三大看点为改革大幕开启、基本面稳健向好、外资加速入场提速。银行供给侧结构性改革将驱动行业实现高效、健康发展。多项数据显示当前银行业量升价稳、信用风险可控, 银行基本面靓丽。MSCI 将 A 股的纳入因子由 5% 上调至 20%, 银行股作为高权重标的有望获外资大幅增持。3 月可重点关注年报行情, 个股建议选择定价优势更突出的零售型银行、低估值弹性的标的。

风险提示: 经济下行超预期, 资产质量恶化超预期。

重点推荐

股票代码	股票名称	收盘价 (元)	投资评级	EPS (元)				P/E (倍)			
				2017A	2018E	2019E	2020E	2017A	2018E	2019E	2020E
000001	平安银行	12.76	买入	1.35	1.44	1.56	1.72	9.45	8.86	8.18	7.41
601128	常熟银行	7.84	增持	0.57	0.71	0.89	1.12	13.75	11.04	8.81	7.00
600036	招商银行	32.90	增持	2.78	3.19	3.73	4.41	11.83	10.31	8.82	7.46
601398	建设银行	5.85	增持	0.97	1.04	1.13	1.23	6.03	5.63	5.18	4.76

资料来源: 华泰证券研究所

## 正文目录

利润增速下调，但经营稳健性不改.....	4
资产增速：资产增速微升，信贷偏好修复.....	6
息差：累计息差走平，单季息差下行.....	7
资产质量：得益于处置力度加大，资产质量向好.....	9
ROE：受杠杆倍数缩小影响，ROE 收窄.....	11
预计上市银行 2019Q1 利润增速较 2018 年微升.....	13
投资逻辑：“改革+基本面+外资”三大因素驱动估值修复.....	14
风险提示.....	14

## 图表目录

图表 1: 16 家披露业绩快报的上市银行为重点研究对象 (红色标的) .....	4
图表 2: 2016-2018 年 16 家上市银行及行业累计净利润增速对比: 上市银行显著高于行业 .....	4
图表 3: 2018 年 1-9 月、2018 年全年上市银行归母净利润增速对比: 普遍下降 .....	5
图表 4: 2016-2018 年 16 家上市银行累计营收及净利润增速对比: Q4 营收增速继续上行 .....	5
图表 5: 2018 年 1-9 月、2018 年全年上市银行营收增速对比: 稳中有升 .....	6
图表 6: 2017H1-2018 年 16 家上市银行及行业总资产增速对比: 上市银行较 Q3 末稍有回升 .....	6
图表 7: 2018 年 9 月末、12 月末上市银行总资产增速对比: 整体略有提升 .....	7
图表 8: 中资全国大型、中小型银行各项贷款增速: 2018 年 Q4 逐渐回升 .....	7
图表 9: 2017H1-2018 年 16 家上市银行单季及累计净息差: 2018Q4 累计息差走平、单季息差回落 .....	8
图表 10: 2018 年 1-9 月、2018 年全年 16 家上市银行净息差 (测算) 对比: 走平 .....	8
图表 11: 2018 年以来同业市场利率: Q4 一直处于较低位 .....	8
图表 12: 2016-2018 年 16 家上市银行不良贷款率: 2018Q4 继续下降 .....	9
图表 13: 2018 年 9 月末、12 月末 16 家上市银行不良贷款率对比: 大部分银行下降 ..	9
图表 14: 2017-2018 年上市银行逾期 90+ 贷款/ 不良贷款: 基本已降至 100% 以下 ..	10
图表 15: 2017-2018 年单季存款类金融机构贷款核销: 2018Q4 显著提升 .....	10
图表 16: 2018 年 9 月末、2018 年末拨备覆盖率对比: 普遍上升 .....	11
图表 17: 2013-2018 年 16 家上市银行 ROE: 2018 年继续下降 .....	11
图表 18: 2017-2018 年 16 家上市银行 ROE 对比: 大部分银行下降 .....	11
图表 19: 2013-2018 年 16 家上市银行 ROA、杠杆倍数: ROA 已反弹 .....	12
图表 20: 2017-2018 年 16 家上市银行 ROA 对比: 整体回升 .....	12
图表 21: 2017-2018 年 IPO、定增、可转债较多, 造成银行股本增加 .....	12
图表 22: 2011-2018 年老 16 家上市银行累计归母净利润增速: Q1 普遍较高 .....	13

## 利润增速下调，但经营稳健性不改

截至2019年2月27日，共21家上市银行发布2018年业绩快报，包括7家股份行、9家城商行和5家农商行。为使数据纵向可比，我们重点选取2018年以前上市的16家银行进行分析。16家上市银行含7家股份行、5家城商行和4家农商行，2018年末总资产归母净利润分别占全部21家银行95.9%、96.3%。因此，16家样本银行可较全面地反映全部已披露业绩快报的上市银行基本面情况。

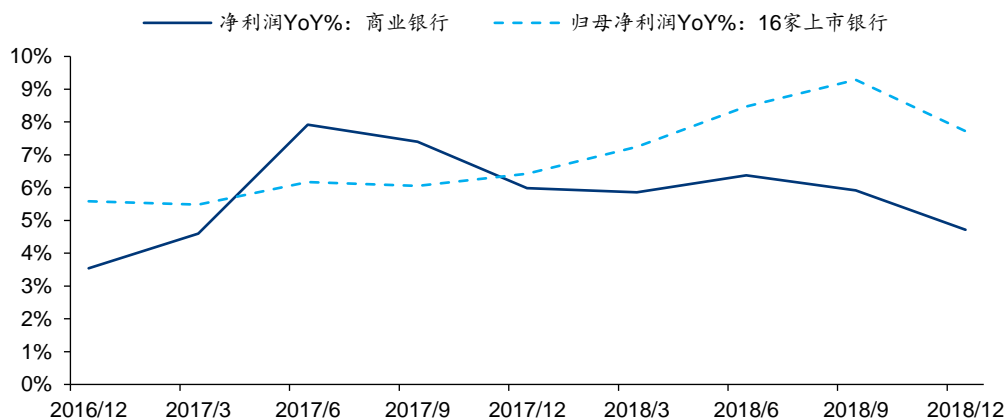
图表1：16家披露业绩快报的上市银行为重点研究对象（红色标的）

证券简称	2018年营业收入同比增速	2018年归母净利润同比增速
招商银行	12.6%	14.8%
兴业银行	13.1%	5.9%
浦发银行	1.7%	3.1%
中信银行	5.2%	4.6%
民生银行	8.7%	1.0%
光大银行	20.0%	6.7%
平安银行	10.3%	7.0%
上海银行	32.5%	17.7%
江苏银行	4.1%	10.0%
宁波银行	14.3%	19.8%
杭州银行	21.0%	19.0%
长沙银行	15.0%	13.9%
贵阳银行	1.4%	13.4%
成都银行	19.3%	18.9%
郑州银行	8.8%	-29.1%
青岛银行	32.0%	6.5%
紫金银行	16.6%	10.5%
无锡银行	12.0%	9.9%
吴江银行	15.6%	9.7%
江阴银行	27.1%	6.1%
张家港行	23.9%	9.6%

资料来源：公司公告，华泰证券研究所

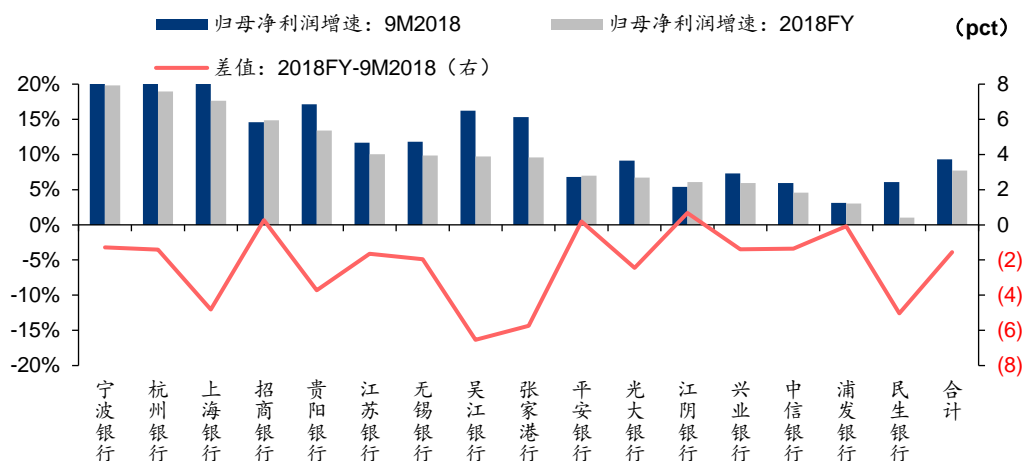
利润增速下降，但仍显著高于全行业水平。16家上市银行2018年归母净利润增速为7.73%，增速较1-9月-1.56pct，高于行业平均（4.72%）。16家银行的利润增速全部低于20%，最高者为宁波银行（19.84%）。与1-9月相比，大部分银行归母净利润增速降低，16家银行中仅有招商银行、平安银行、江阴银行利润增速微升。上市银行归母净利润增速下降的主要原因为Q4的信贷成本提升。上述银行不良贷款率整体呈下降趋势，信贷成本提升是主动加大拨备计提力度的结果，这增强了银行的风险抵补能力。

图表2：2016-2018年16家上市银行及行业累计净利润增速对比：上市银行显著高于行业



资料来源：公司财报，公司公告，华泰证券研究所

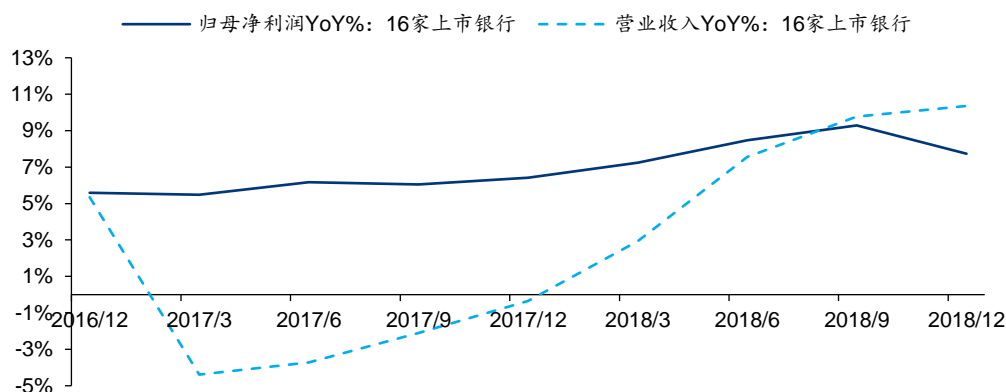
**图表3： 2018年1-9月、2018年全年上市银行归母净利润增速对比：普遍下降**



资料来源：公司财报，公司公告，华泰证券研究所

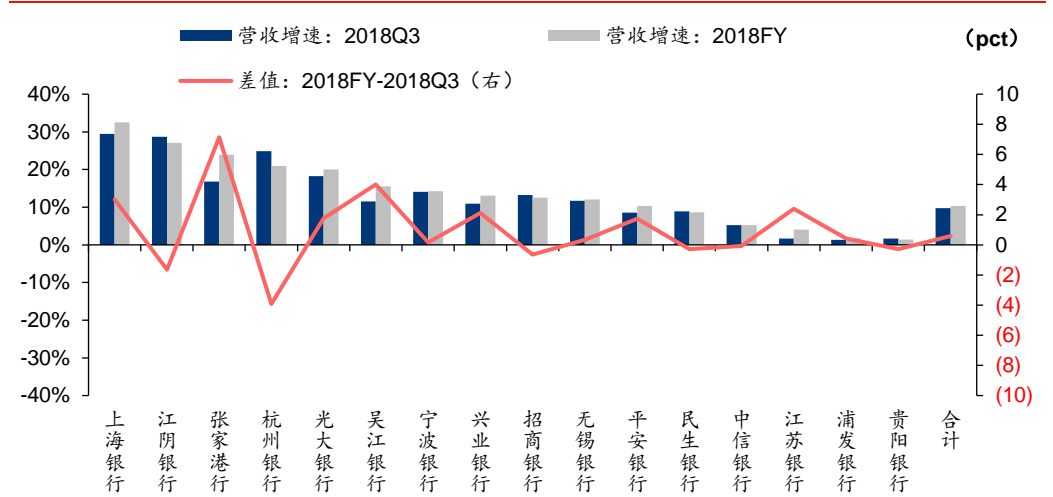
**营收增速稳中有升，反映上市银行稳健经营不改。**16家上市银行2018年营业收入增速为10.35%，增速较1-9月+0.58pct。营收增速最快的银行为上海银行（32.49%），2018年营收增速较1-9月升幅最大的银行为张家港行（+7.14pct）。银保监会披露的2018年四季度行业监管数据显示，虽然行业资产增速微降，但是累计净息差继续上行，为营收增速稍有上行提供了支撑。

**图表4： 2016-2018年16家上市银行累计营收及净利润增速对比：Q4营收增速继续上行**



资料来源：公司财报，公司公告，华泰证券研究所

**图表5： 2018年1-9月、2018年全年上市银行营收增速对比：稳中有升**

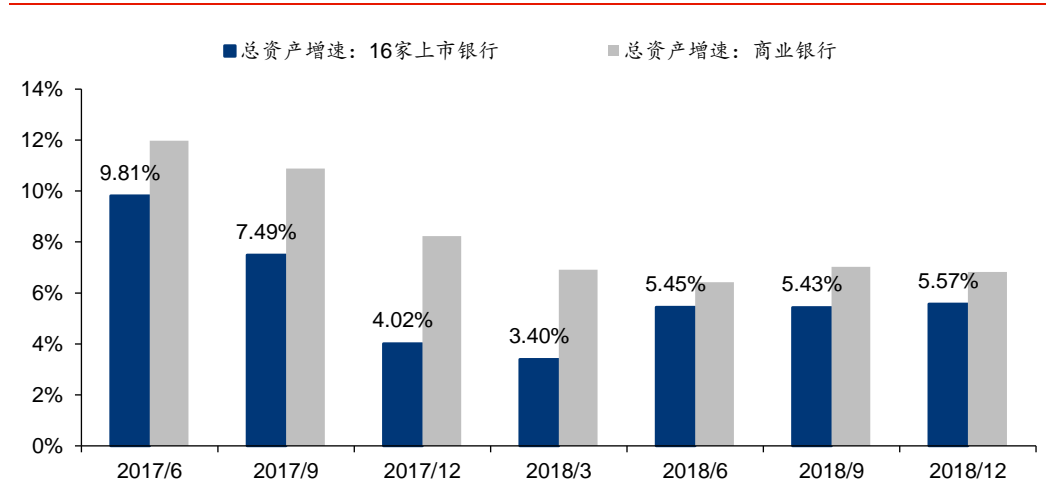


资料来源：公司财报，公司公告，华泰证券研究所

**资产增速：资产增速微升，信贷偏好修复**

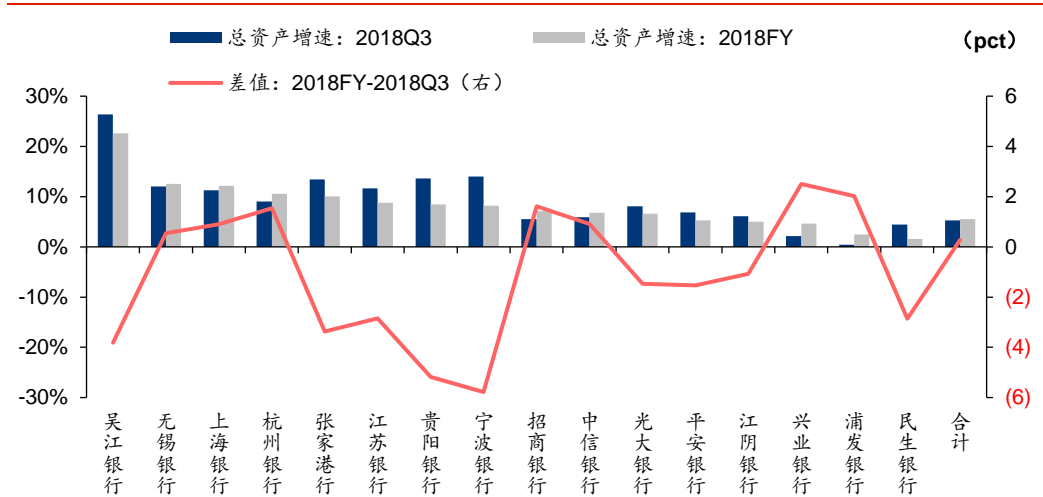
上市银行资产增速微升，信贷稍有发力。16家上市银行2018年末总资产增速为5.57%，增速较9月末微升0.24pct。资产增速升幅最大的银行为兴业银行(+2.50pct)，降幅最大的银行为宁波银行(-5.78pct)。银保监会披露的四季度行业监管数据显示，城商行、农村金融机构总资产增速与Q3末基本持平，股份行抬升显著(+0.63pct)，大型银行出现下降(-0.95pct)。16家银行均为股份行或区域性银行，资产增速微升的趋势与行业保持一致。部分银行(贵阳银行等)资产增速降幅度较大，部分原因为资本约束。2018年9月末上市股份行、城商行核心一级资本充足率分别为9.25%、9.16%，处于相对紧缺状态。

**图表6： 2017H1-2018年16家上市银行及行业总资产增速对比：上市银行较Q3末稍有回升**



资料来源：公司财报，公司公告，华泰证券研究所

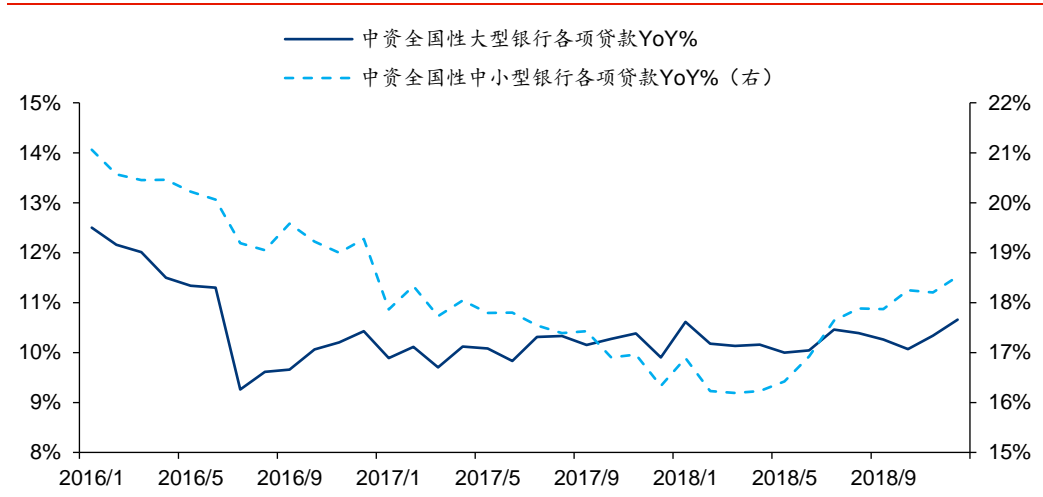
**图表7：2018年9月末、12月末上市银行总资产增速对比：整体略有提升**



资料来源：公司财报，公司公告，华泰证券研究所

**商业银行贷款增速呈现上升趋势。**2018年末中资全国大型银行（六大行及国开行）和中资全国中小型银行(除上述7家以外的其他银行)人民币贷款增速分别为10.66%、18.52%，较9月末+40bp、+65bp。2018年Q4以来，货币当局3次降准微调（包括2018年10月定向降准、2019年1月调整普惠金融定向降准小微企业贷款口径、2019年1月全面降准），监管层鼓励加强对民营企业的金融支持力度，财政部门降费减税减轻实体企业压力。同时，银行资本补充审核提速，银行资本工具迎来创新。资金来源增加、信用风险缓释、资本压力缓解的情况下，银行预计将继续加大信贷投放力度。央行发布的1月社会融资规模数据显示，1月人民币贷款增加3.23万亿元，同比多增3284亿元，创单月历史新高，“宽信用”推进初见成果。

**图表8：中资全国大型、中小型银行各项贷款增速：2018年Q4逐渐回升**



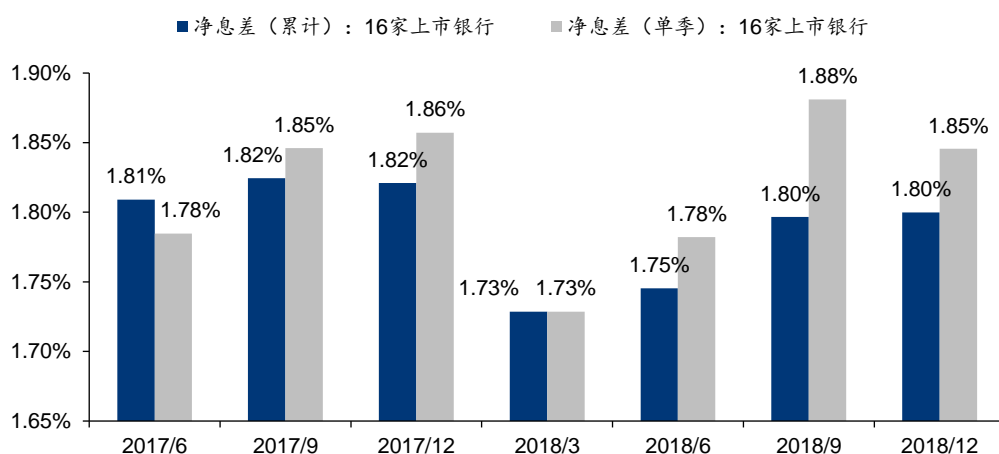
资料来源：中国人民银行，华泰证券研究所

**息差：累计息差走平，单季息差下行**

我们测算累计净息差走平，预计2019年一季度继续走平。假设上述银行2018年全年非息收入占比与1-9月保持一致、2018年末生息资产占总资产的比例较9月末不变，我们测算16家上市银行2018年全年平均净息差为1.80%，与较1-9月持平；第四季度单季息差为1.85%，季度环比下行3bp。我们认为累计息差走平而单季息差下行的原因有两个：一方面，在银行增加信贷供给但实体经济有效需求不足的背景下，贷款收益率逐渐见顶回落。央行发布的2018年四季度货币政策报告显示，12月金融机构人民币贷款加权平均利率已经较9月下降31bp。另一方面，同业市场成本维持于低位对冲了贷款收益率回落对累计息差的负面影响。我们认为2019年一季度商业银行息差有望继续走平，判断主要基于2019年1月以来同业市场利率继续显著下行。

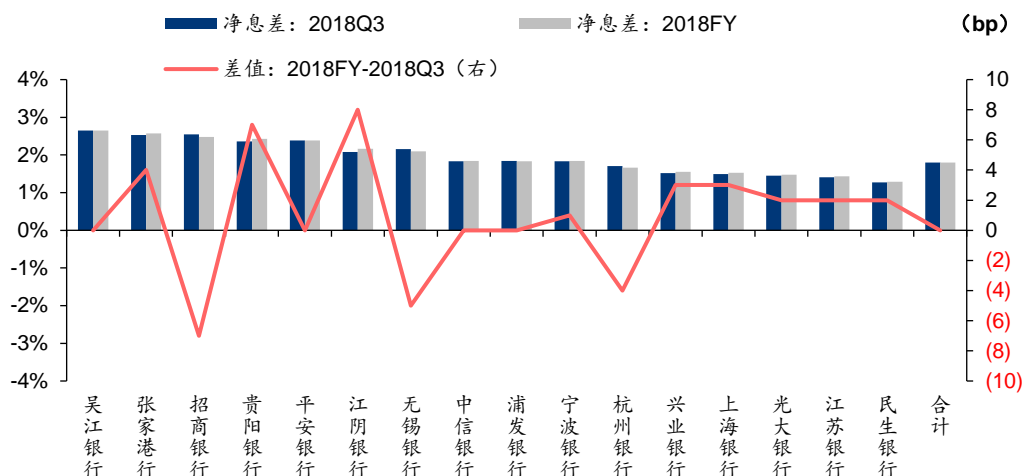


**图表9： 2017H1-2018年16家上市银行单季及累计净息差：2018Q4累计息差走平、单季息差回落**



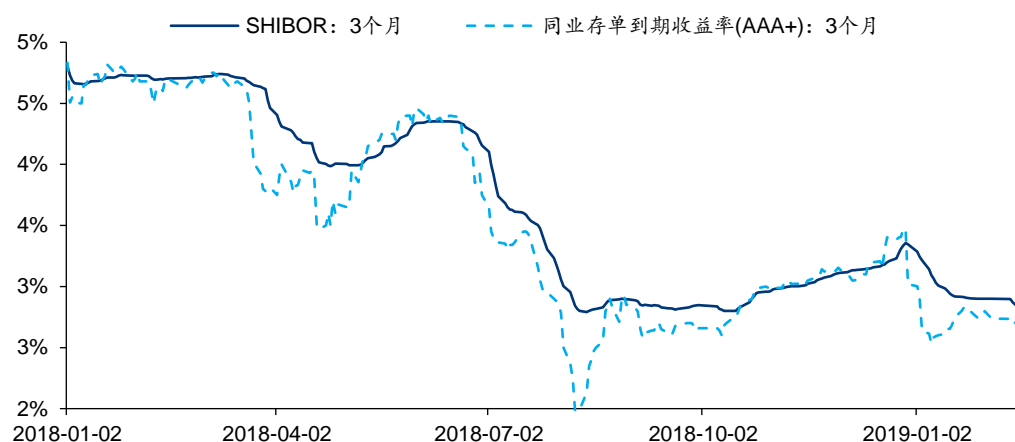
资料来源：公司财报，公司公告，华泰证券研究所

**图表10： 2018年1-9月、2018年全年16家上市银行净息差（测算）对比：走平**



资料来源：公司财报，公司公告，华泰证券研究所

**图表11： 2018年以来同业市场利率：Q4一直处于较低位**



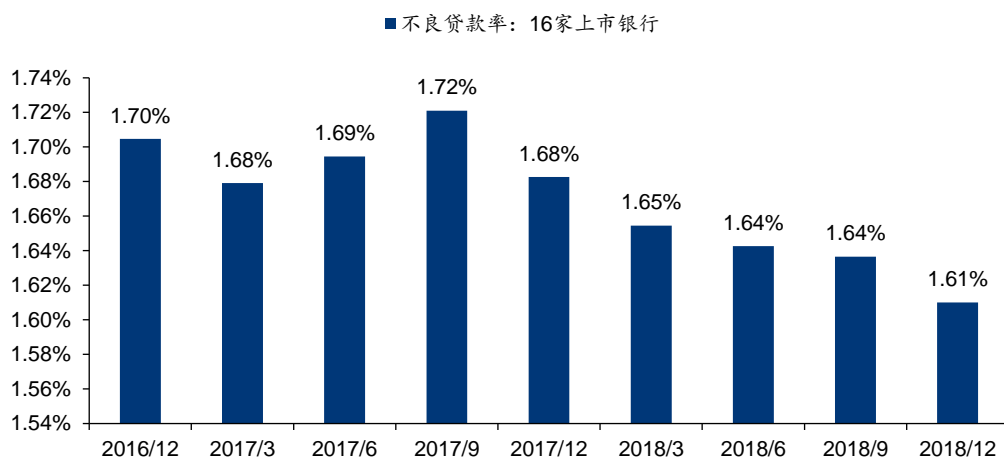
资料来源：中国货币网，全国银行间同业拆借中心，华泰证券研究所



### 资产质量：得益于处置力度加大，资产质量向好

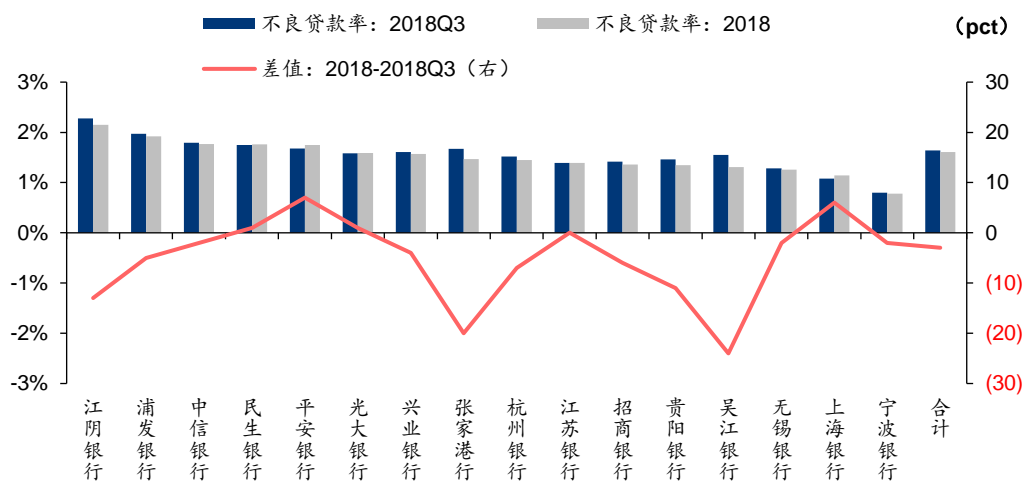
加强不良贷款确认与处置，大部分银行不良贷款率下降。16家上市银行2018年末不良贷款率平均值为1.61%，较9月末下降3bp。个股方面，吴江银行、张家港行不良贷款率降幅较大(分别为24bp、20bp)。2018年末全行业不良贷款率为1.83%，较9月末下降4bp，上市银行的变化情况与全行业一致。四季度商业银行资产质量的主要有三方面变化。一是不良贷款剪刀差消化。2018年3月银监会印发《关于调整商业银行贷款损失准备监管要求的通知》，根据贷款分类准确性等标准将拨备覆盖率、拨贷比监管要求分别由150%调整为120%~150%、由2.5%调整为1.5%~2.5%，鼓励银行加速不良贷款确认。业绩快报披露不良贷款偏离度的银行均已将其降至100%以下。逾期贷款确认为不良贷款的标准更严格，导致了部分银行的不不良贷款率上升(如平安银行、郑州银行等)，但这有利于银行尽早消化资产质量包袱。

图表12：2016-2018年16家上市银行不良贷款率：2018Q4继续下降



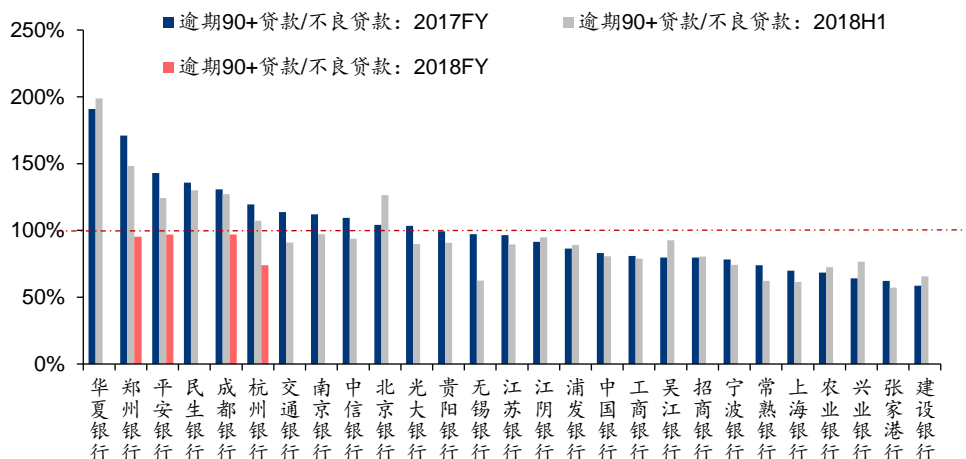
资料来源：公司财报，华泰证券研究所

图表13：2018年9月末、12月末16家上市银行不良贷款率对比：大部分银行下降



资料来源：公司财报，公司公告，华泰证券研究所

**图表14： 2017-2018年上市银行逾期90+贷款/不良贷款：基本已降至100%以下**



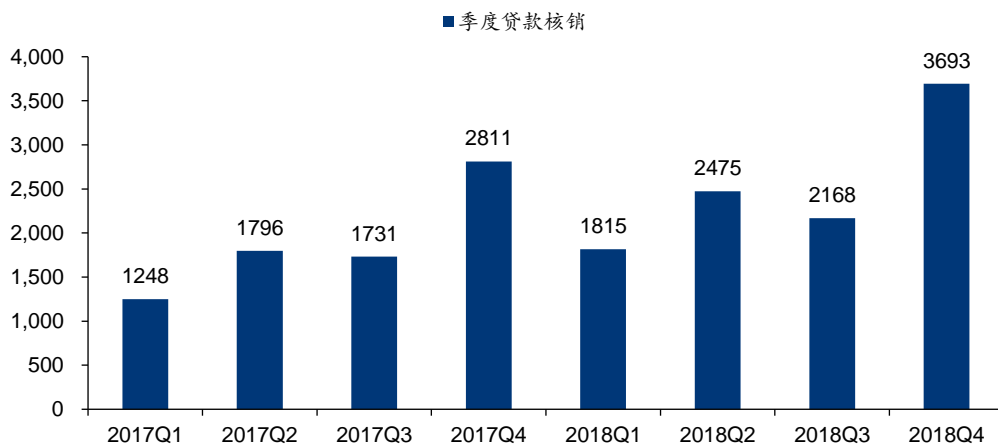
注：2018年仅有4家银行披露数据

资料来源：公司财报，公司公告，华泰证券研究所

**二是不良贷款处置力度加大。**根据银保监会披露的监管数据，2018年商业银行累计核销不良贷款9880亿元，同比增长36%。央行社会融资规模数据显示，2018年Q4贷款核销合计3693亿元，同比+31%，季度环比+70%。若加回不良贷款核销额，Q4单季不良贷款生成率为0.33%，较Q3+5bp，与2017年Q4持平。虽然不良贷款生成率略有回升，但在加速处置的背景下，银行资产质量呈现向好趋势。这有利于银行腾出更多空间服务实体经济，增加信贷投放。

**图表15： 2017-2018年单季存款类金融机构贷款核销：2018Q4显著提升**

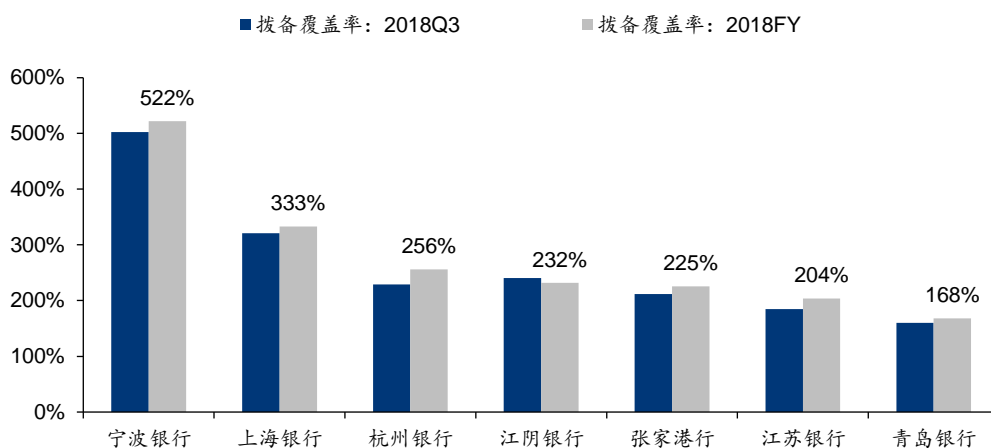
(亿元)



资料来源：中国人民银行，华泰证券研究所

**三是增厚拨备，强化风险抵御能力。**7家披露拨备覆盖率的上市银行拨备覆盖率较9月末6升1降（由于青岛银行未披露9月末拨备覆盖率，此处与6月末数据比较）。拨备的增厚是上述银行利润增速降低的重要原因，但对银行的基本面影响不大。资产质量稳健的银行若加大拨备计提力度，可调整银行盈利释放的时间点，利于增强风险抵御能力，消化历史资产质量包袱，未来盈利释放空间更可观。

图表16： 2018年9月末、2018年末拨备覆盖率对比：普遍上升



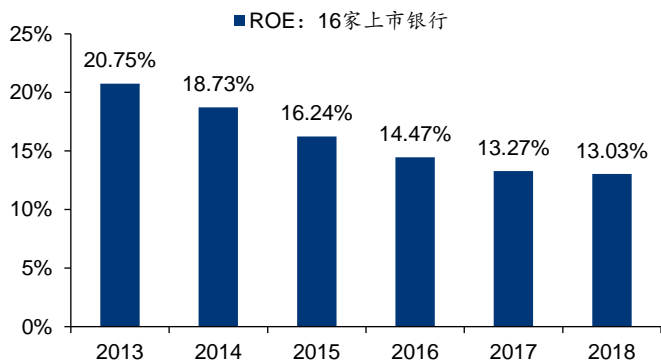
注：由于青岛银行9月末数据缺失，此处以6月末数据代替

资料来源：公司财报，公司公告，华泰证券研究所

### ROE：受杠杆倍数缩小影响，ROE收窄

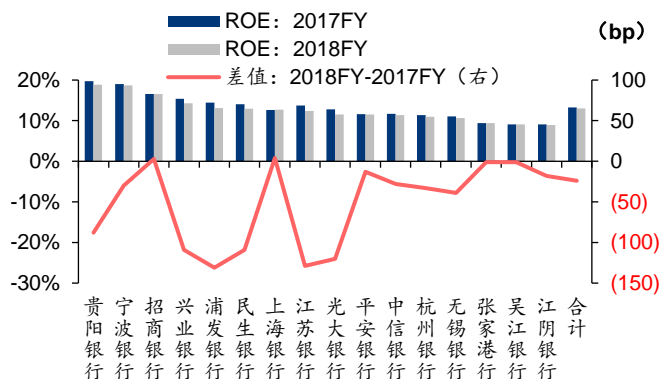
上市银行 ROE 普遍同比下降，但 ROA 已实现反弹，杠杆缩小是 ROE 继续下滑的主要原因。16 家上市银行 2018 年 ROE 较 2017 年 2 升 14 降，仅有的两个上升的银行为上海银行 (+4bp)、招商银行 (+3bp)。上市银行杠杆率倍数降低，而 ROA 已经同比回升。据我们测算，2018 年 16 家上市银行 ROA 平均值为 0.90%，同比上升 3bp，结束了过去几年的持续下降。杠杆倍数缩小主要受两方面影响，一方面，上市银行资产增速较 2017 年降低；另一方面，2017 年以来银行业的 IPO、定增及可转债发行较活跃，银行股本增加降低了杠杆倍数。

图表17： 2013-2018年16家上市银行ROE：2018年继续下降



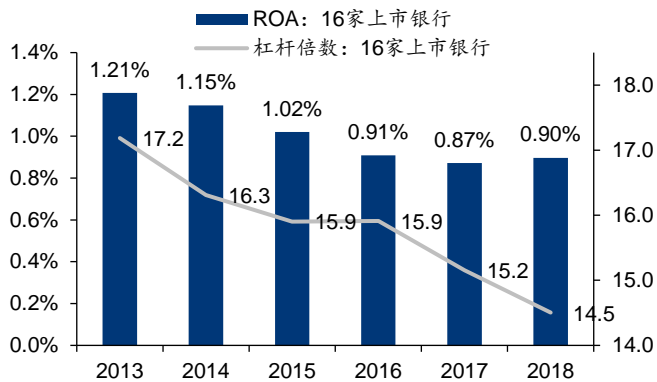
资料来源：公司财报，公司公告，华泰证券研究所

图表18： 2017-2018年16家上市银行ROE对比：大部分银行下降



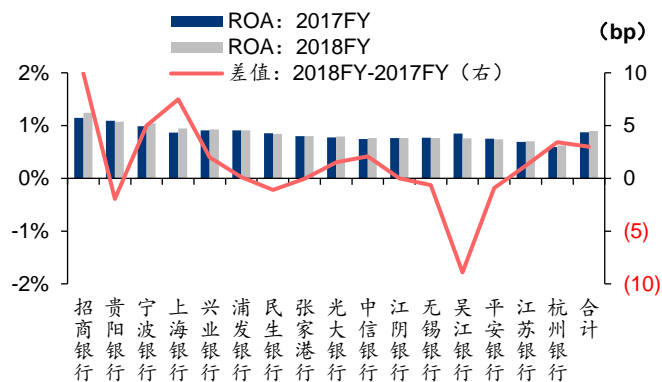
资料来源：公司财报，公司公告，华泰证券研究所

**图表19: 2013-2018年16家上市银行ROA、杠杆倍数: ROA已反弹**



资料来源: 公司财报, 公司公告, 华泰证券研究所

**图表20: 2017-2018年16家上市银行ROA对比: 整体回升**



资料来源: 公司财报, 公司公告, 华泰证券研究所

**图表21: 2017-2018年IPO、定增、可转债较多, 造成银行股本增加**

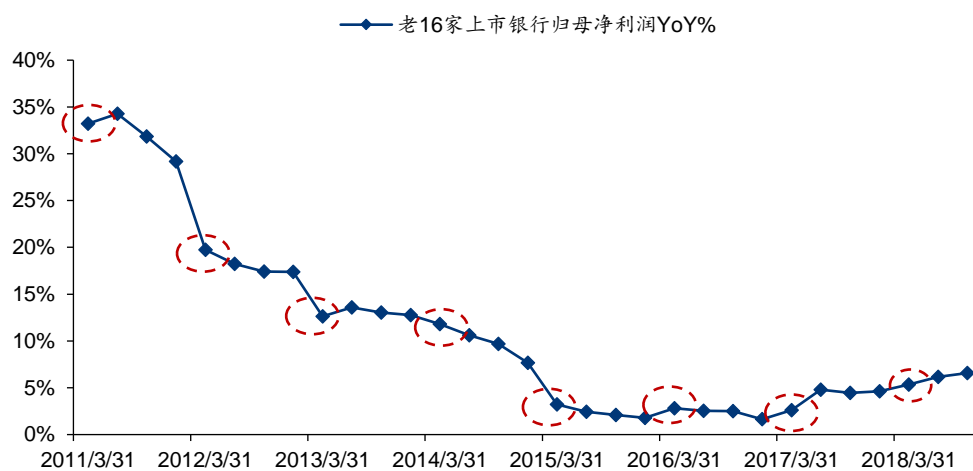
时间	银行	融资类型	融资金额 (亿元)
2017年1月	张家港行	IPO	7.9
2017年3月	兴业银行	定增	260
2017年3月	光大银行	可转债	300
2017年8月	浦发银行	定增	148.3
2017年12月	光大银行	定增	309.57 (单位: 亿港元)
2017年12月	北京银行	定增	206.41
2017年12月	宁波银行	可转债	100
2018年1月	常熟银行	可转债	30
2018年1月	成都银行	IPO	25.25
2018年1月	江阴银行	可转债	30
2018年1月	无锡银行	可转债	30
2018年6月	农业银行	定增	1000
2018年8月	吴江银行	可转债	25
2018年9月	长沙银行	IPO	27.34
2018年9月	郑州银行	IPO	27.09
2018年11月	张家港行	可转债	25

资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

## 预计上市银行 2019Q1 利润增速较 2018 年微升

2018 年上市银行归母净利润增速普遍较 1-9 月下滑，银行更注重增强风险抵补能力。2019 年以来“宽信用”的推进加快，银行资产增速预计将持续回升；银行业净息差将受同业资金成本下行、零售转型和加配民企融资拉升资产收益等有利因素影响，形成短期的较强支撑。随着“宽信用”及财政降费减税的进程加快、中美贸易摩擦缓和，信用风险预计整体可控。2019 年商业银行归母净利润增速有望与 2018 年基本持平微升。从老 16 家上市银行的历史数据来看，一季度利润增速普遍较高，主要原因是部分银行实行“早放贷、早受益”的策略，在 Q1 尽早发放贷款以锁定优质项目。在量增的驱动下，我们预计 2019 年 Q1 上市银行归母净利润增速将较 2018 年微升。

图表22： 2011-2018 年老 16 家上市银行累计归母净利润增速：Q1 普遍较高



资料来源：公司财报，华泰证券研究所

## 投资逻辑：“改革+基本面+外资”三大因素驱动估值修复

近一周银行指数发力明显，2月25日-3月1日板块共计上涨8.80%。当前时点，银行板块有三大看点，即行业改革大幕开启、基本面稳健向好、外资加速入场提速。第一，习近平总书记在中央政治局第十三次集体学习中强调深化金融供给侧结构性改革。银保监会在2月28日的新闻吹风会上提出将从五方面深入推进改革，包括改善金融供给、畅通供给渠道、优化金融机构、提高配置效率、降低供给成本，银行业新一轮改革号角吹响，行业预计将实现高效、健康发展。

第二，多项数据显示当前银行业量升价稳、信用风险可控，基本面靓丽。2019年1月信贷数据放量，宽信用已初现成效。监管数据显示2018年Q4行业净息差继续上行，同业利率下行对息差形成了较强支撑。2018年Q4末全行业不良贷款率季环比-4bp至1.83%，且不良贷款偏离度已降至<90%的安全区域，资产质量包袱大幅减轻。理财业务转型成效显著，理财子公司制度加速推进，有望降低银行中间业务收入压力。

第三，外资加速布局，板块轮动初现。2月28日MSCI将A股的纳入因子由5%上调至20%，MSCI称这将为A股带来约800亿美元的增量资金。银行股在MSCI入选标的中的权重较高，有望获外资大幅增持。近一周银行板块上涨明显，3月上市银行年报披露有望释放更多增量信息，有望继续提升基本面稳健的银行股估值。

个股建议从两个角度选择。一是零售型银行。宽信用时期利率下行，零售业务定价相对优势更突出。重点推荐平安银行、招商银行。二是低估值弹性标的。推荐高速成长的常熟银行、流通盘较小且基本面优异的建设银行。

### 风险提示

1. 经济下行超预期。我国经济依然稳中向好，但受外需和内需扰动影响，企业融资需求增长需要密切关注。
2. 资产质量恶化超预期。上市银行的不良贷款率已开始率先下行，但资产质量修复过程中可能会受到中小企业市场出清的干扰。

## 免责声明

本报告仅供华泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为之提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本公司的资产管理部、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许范围内使用，并注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权力。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：91320000704041011J。

全资子公司华泰金融控股（香港）有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格，经营许可证编号为：A0K809

©版权所有 2019 年华泰证券股份有限公司

## 评级说明

### 行业评级体系

一报告发布日后的6个月内的行业涨跌幅相对同期的沪深300指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

增持行业股票指数超越基准

中性行业股票指数基本与基准持平

减持行业股票指数明显弱于基准

### 公司评级体系

一报告发布日后的6个月内的公司涨跌幅相对同期的沪深300指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

买入股价超越基准20%以上

增持股价超越基准5%-20%

中性股价相对基准波动在-5%~5%之间

减持股价弱于基准5%-20%

卖出股价弱于基准20%以上

## 华泰证券研究

### 南京

南京市建邺区江东中路228号华泰证券广场1号楼/邮政编码：210019

电话：86 25 83389999/传真：86 25 83387521

电子邮件：ht-rd@htsc.com

### 深圳

深圳市福田区益田路5999号基金大厦10楼/邮政编码：518017

电话：86 755 82493932/传真：86 755 82492062

电子邮件：ht-rd@htsc.com

### 北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同28号太平洋保险大厦A座18层  
 邮政编码：100032

电话：86 10 63211166/传真：86 10 63211275

电子邮件：ht-rd@htsc.com

### 上海

上海市浦东新区东方路18号保利广场E栋23楼/邮政编码：200120

电话：86 21 28972098/传真：86 21 28972068

电子邮件：ht-rd@htsc.com